

Российская металлургия. Новый этап эволюции

Российские металлурги начали публиковать итоги 2010 года — первого после кризиса. С 2008 года произошел ряд глобальных событий, надолго изменивший структуру рынка. В черной металлургии больше нет суперприбылей, зато появилось понимание, куда двигаться дальше. В целом по итогам 2010 года российские металлургические и горнодобывающие компании были на втором месте по совокупном росте акций после потребительского. Лучшими в росте акций стали Северсталь (+77%), Новолипетский комбинат (+55%), Мечел (+53%), Магнитогорский металлургический комбинат (+29%) и Евраз Групп (+27%) прибыли, соответственно. Мы считаем, 2011 должен стать еще одним удачным годом для российских металлургов, так согласно последним прогнозам (МВФ) рост в ВВП России в 2011 составит 4,8%, рост капитальных инвестиций составит 7,2% в 2011 году против 5,2% в 2010 году. Главным двигателем роста для сектора в 2011 году станет увеличение внутреннего потребления за счет роста строительства и активизации инфраструктурных инвестиций. Одним из главных рисков для сектора является рост цен на сырье, железную руду и уголь, в связи с этим остро стоит вопрос об уровне вертикальной интегрированности с горнодобывающим сегментом, поэтому 2010 год также отмечен активным процессом выстраивания интегрированной системы обеспечения сырьем. Кроме того катастрофа в Японии может привести к переориентации предложения стали на мировом рынке, что также поддержит российских металлургов.

Оценка наиболее привлекательных компаний сектора

Мы провели анализ с целью описать «идеальную» компанию с инвестиционной точки зрения. Мы использовали несколько критериев, одним из важных по нашему мнению является присутствие на внутреннем российском рынке, по нашим прогнозам спрос на сталь будет расти более высокими темпами по сравнению с глобальным спросом. Кроме того, внутри российские цены на сталь формируются с надбавкой (в среднем 50-70 долл. США/тонна). Наконец, в разрезе продукции российские компании экспортирует в основном полуфабрикаты (т. слэбы и заготовок) и горячекатаный рулон, поэтому, наиболее актуальным становится вопрос о мощностях позволяющих производить продукцию с высокой добавленной стоимостью для внутреннего рынка. Кроме того мы оценили финансовое состояние и по нашему мнению ключевым критерием является уровень долговой нагрузки (чистый долг (долг минус деньги) к EBITDA), с оптимальным показателем уровня долга до 4 включительно. На основе выше указанных критериев мы оценили компании по пятибалльной шкале (5 лучшая оценка) и рассчитали средний показатель.

Оценка по 4 критериям

Источник: Jazz Capital

Доля на внутр. рынке	Продукция с высокой доб. стоимостью	Интеграция	Долговая нагрузка	Средний балл	
ММК	5	5	2	4,5	4,13
НЛМК	5	2	3	5	3,75
Мечел	3,5	4	4	2	3,38
Евраз	4	2,8	4	2,3	3,28

Магнитогорский металлургический комбинат (ММК:LI)

Текущая цена (\$)	13,41
Целевая цена (\$)	20
Потенциал - 12 мес.	49%
52 нед. Макс-мин.	16,6-8.8
Капитализация (млрд. \$)	11,5
P/E	45,06
EV/EBITDA	10,03

Финансовые показатели	2010	Г-Г, %
Выручка (млн. \$)	7719	52
Чистая прибыль (млн. \$)	232	6

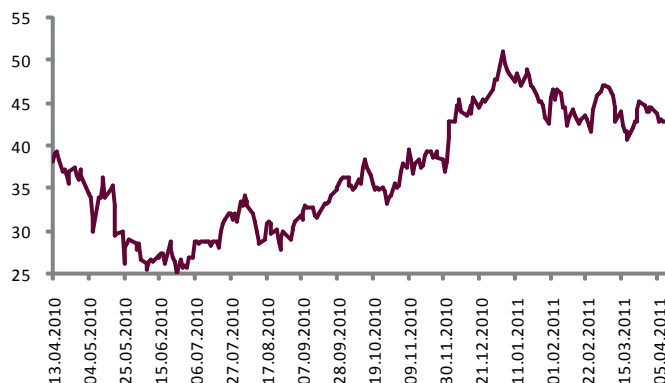


Внутренний рынок - основа для движения вперед. Компания имеет самую высокую долю продаж на внутреннем рынке России, 73% от выручки. Она также имеет самый высокий удельный вес продукции с высокой добавленной стоимостью в своем ассортименте 34% по итогам 2010 года, в соответствии с нашими расчетами эта доля увеличится до 45-50% за счет ввода в эксплуатацию нового прокатного стана-2000 в июле 2011 года, на котором будет выпускаться сталь холодного проката. Через свою дочернюю компанию Белон ММК сможет существенно повысить свой уровень самодостаточности в производстве коксующегося угля - 40% в 2010 году до 70% в 2013 году. При чистом долге 3 млрд. долл. уровень долговой нагрузки один из низких - 1,98.

Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК:LI)

Текущая цена (\$)	41,45
Целевая цена (\$)	50
Потенциал - 12 мес.	21%
52 нед. Макс-мин.	51,3-24,9
Капитализация (млрд. \$)	24841
P/E	19,22
EV/EBITDA	10,98

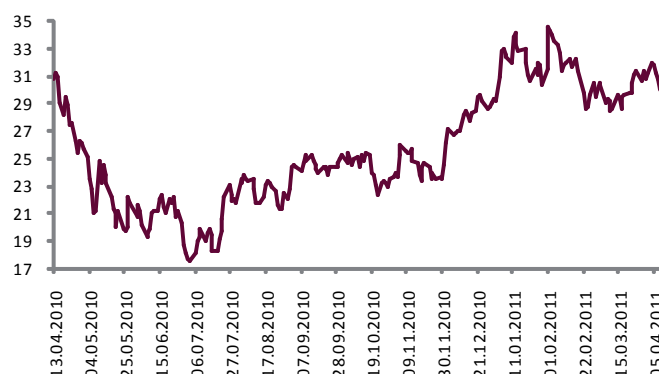
Финансовые показатели	2010	Г-Г, %
Выручка (млн. \$)	8350	36
Чистая прибыль (млн. \$)	1224	1147



Максимальная прибыль и минимум долгов. По нашему мнению компания продемонстрировала высокие результаты, сумев воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой и сохранив низкий уровень себестоимости. Тем не менее отчетность оказалась ниже ожиданий рынка, что связано с ростом затрат на уголь и железную руду у НЛМК, учитывая дисбаланс в интеграции с угольными и железно-рудными источниками. Следует указать, что НЛМК практикует очень консервативный подход к использованию заемного финансирования. Соотношение Чистый долг/EBITDA составляет 0,63. Это очень хороший показатель. Объем ликвидности компании (Cash & Equivalents + краткосрочные финансовые вложения) равен 1,17 млрд. долларов при общей долговой нагрузке в 2,62 млрд. долларов. На краткосрочную часть задолженности приходится менее 25% от общей суммы. Текущая структура долга говорит об осмотрительном подходе руководства к управлению компанией, что можно только приветствовать. Мы оцениваем отчетность компании позитивно. Показатель рентабельности по EBITDA превысил средний показатель по сектору почти в 2 раза и составил 28% это свидетельствует о том, что компания в минувшем году устойчиво развивалась. Анализ статистики продаж по регионам подтверждает ранее сделанные предположения о том, что для металлургов наиболее важным в 2011 году станет внутренний рынок. Показатели НЛМК в этом году могут еще улучшиться. Это объясняется дальнейшим общим восстановлением экономики после кризиса, а также возможным оживлением строительной отрасли как одного из крупных потребителей металла в стране.

Мечел (MTL:US)

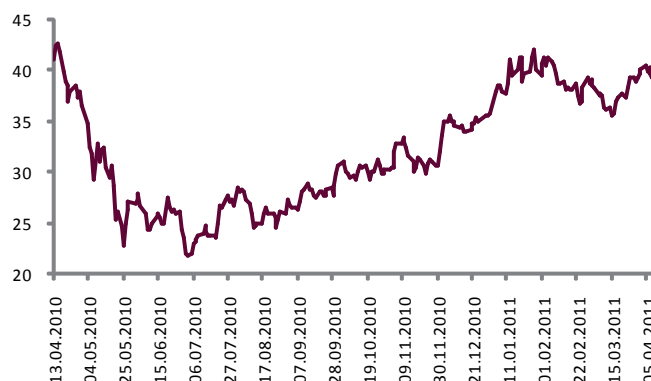
Текущая цена (\$)	29,41	
Целевая цена (\$)	40	
Потенциал - 12 мес.	36%	
52 нед. Макс-мин.	34,7-17,2	
Капитализация (млрд. \$)	12,2	
P/E	18,34	
EV/EBITDA	9,48	
Финансовые показатели	2010	Г-Г, %
Выручка (млн. \$)	9764	69,4
Чистая прибыль (млн. \$)	657	791



Крепкий середняк с перспективой лидерства. Прошедший год без всякого преувеличения стал одним из самых успешных в истории компании с точки зрения производственно - финансовых показателей. Внушительный рост операционной прибыли, которая более чем в шесть раз превысила соответствующий показатель 2009 года, создал хороший задел для дальнейшего роста компании и соответствующего повышения стоимости акций компании. Выручка за 2010 года выросла на 69,4% (Г-Г), составив 9,7 млрд. долл. США, чистая прибыль увеличилась на 791,2% (Г-Г) до 657,2 млн. долл. США. Компания имеет стабильную нишу на внутреннем рынке 50% и долю высококачественной стальной продукции, 23% второй показатель после ММК. Мечел имеет сбалансированный уровень самообеспечения, причем углем компания обеспечена на 100% и имеет хорошие возможности для экспорта излишков, компания в своих активах имеет крупнейшее в России Эльгинское угольное месторождение, добыча на котором планируется в конце лета 2011 года. В то же самое время компания имеет один из высоких показателей долговой нагрузки, по итогам 2010 года этот показатель составил 3,46, тем не менее это хороший результат, так как в 2009 году этот показатель составил 8,42.

Евраз Групп (EVR:LI)

Текущая цена (\$)	38,47	
Целевая цена (\$)	54	
Потенциал - 12 мес.	40%	
52 нед. Макс-мин.	43,5-21,6	
Капитализация (млрд. \$)	16,8	
P/E	28,45	
EV/EBITDA	9,85	
Финансовые показатели	2010	Г-Г, %
Выручка (млн. \$)	13394	37
Чистая прибыль (млн. \$)	532	82



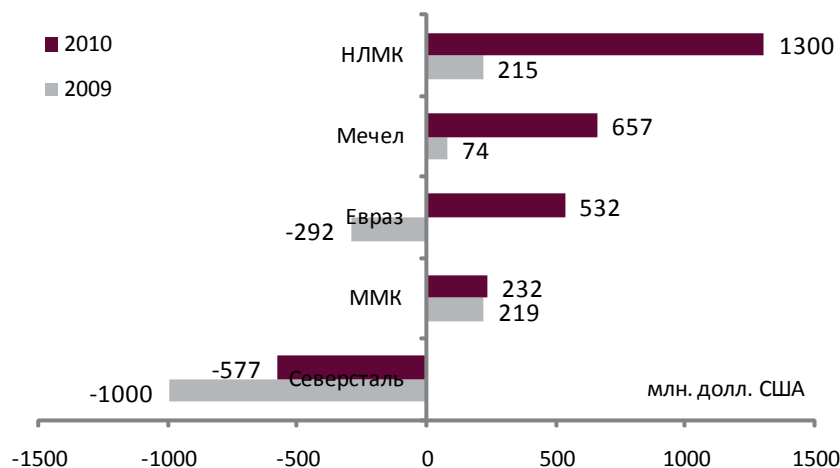
Ведущий поставщик на стройплощадки, делающий ставку на технологии. Компания является крупнейшим производителем стали в России, обладает хорошими возможностями от ожидаемого роста строительного сектора и инфраструктурных инвестиций. Однако следует отметить, что доля продаж на внутреннем рынке составляет около 40% от выручки. Общий долг Евраза остается высоким – около 8 млрд. долл. США. В то же время, показатель долговой нагрузки снизился по сравнению с 2009 годом, по итогам 2010 года этот показатель составил 3,35 против 5,9 в 2009 году. Уровень обеспечения сырьем в части руды высокий – 100%, что касается угля то уровень 60% остается стабильным, несмотря на то, что увеличение угольных активов не предполагается, компания провела оптимизацию данного сектора за счет приобретения более 1000 ЖД вагонов для перевозки угля и запуска PCI технологии, которая позволит экономить коксующий уголь, в долгосрочной перспективе компания намерена ввести в эксплуатацию шахту Есаульская (2013 год), таким образом увеличить самообеспечение углем до 85%.

Анализ итогов 2010 года

Большинство крупных российских сталелитейных компаний отчитались по итогам 2010 года. За исключением Северстали, которая получила 577 млн. долл. чистого убытка (в 2009 году — 1 млрд. долл. убытка), остальные игроки сумели показать ощутимую прибыль.

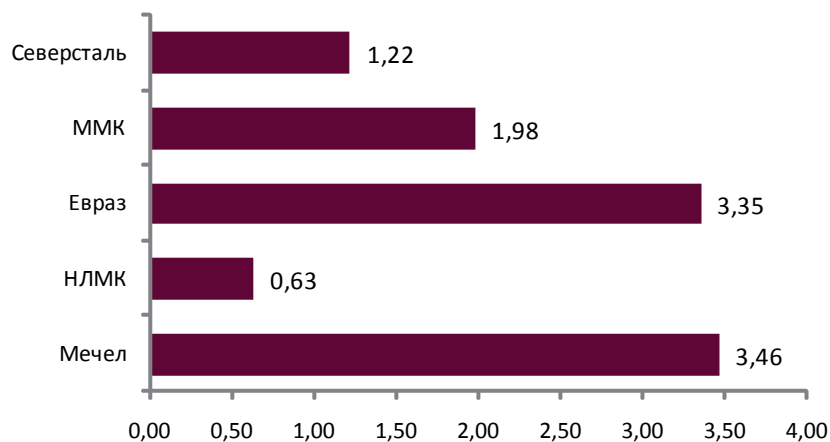
Показатели чистой прибыли

Источник: данные компаний



Долговая нагрузка (чистый долг / EBITDA)

Источник: данные компаний, расчет Jazz Capital

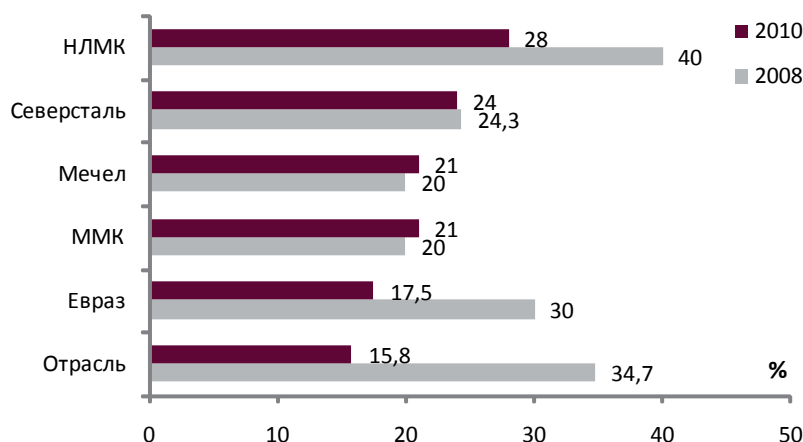


В целом по итогам года прибыль от производства товарной продукции в российской металлургии составила порядка 6 млрд. долл. США (источник: информационно-аналитическом бюллетене Объединенной металлургической компании (ОМК)). Столько же, например, металлурги заработали в 2005 году — 6,7 млрд. долл. США (без коррекции на курсовую разницу). Рекордным был 2008 год, когда общая прибыль отрасли достигла 11,6 млрд. долл.США, но уже в четвертом квартале металлургии испытали серьезный кризисный провал и 2009 год закончили с совокупной прибылью на уровне 3,9 млрд. долл.США.

Правда, по эффективности металлурги еще далеки от докризисных уровней. Например, Evraz до 2008 года стабильно показывала рентабельность по EBITDA на уровне 30%. В 2009 и 2010 году этот показатель был 13% и 17,5% соответственно. Чуть лучше дела обстоят у Северстали. Компания сумела довести рентабельность почти до уровня 2007 года — 24% против 26,9% (в 2009 году — 16%). Впрочем, своим успехам она обязана тем, что в 2010 году перестала учитывать убыточные итальянские и североамериканские активы (они были выставлена на продажу). Лучше всех по эффективности закончил 2010 год НЛМК, хотя комбинат по-прежнему далек от докризисных показателей — 28% против 39% в 2008 году (в 2009 году — 24%, рекорд был в 2004 году — 53%). Рентабельность Мечела - 21%, у ММК — также 21%.

Общий показатель рентабельности в отрасли по итогам 2010 года оценивается на уровне 15,8%, примерно столько же было в 2009 году — 15,4%. В 2008 году показатель составлял 34,7%, а наибольшую эффективность отрасль показала в 2004 году — 48,6%.

Рентабельность по EBITDA
Источник: данные компаний



Отправной точкой кризиса в российской металлургии принято считать лето 2008 года, после резкой критики премьер-министром В. Путиным собственников Мечела. Вслед за этим последовало падением котировок Мечела более чем на 30% резко подешевели и другие металлургические компании. Например, Северсталь и ММК тогда потеряли примерно по 10%. Это было в июле. Но уже в сентябре котировки металлургов оказались под давлением объективного обвала финансовых рынков.

Текущее состояние сектора

Еще в сентябре 2008 года никто из металлургов не верил в то, что кризис продлится долго. Инвестиционные и производственные программы не корректировались, все силы тратились исключительно на поддержание котировок. Например, Северсталь и ММК планировали выкупать собственные акции с рынка в рамках buy back на 2,7% и 1%. Но быстро отказались от этой идеи. Потому что уже в начале октября проблемы с платежеспособностью и ликвидностью потребителей стали катастрофическими. Чтобы спасти производство от потерь, сначала металлурги начали увольнять персонал. Но этой меры оказалось недостаточно. Уже в середине ноября НЛМК, ММК и Evraz объявили об остановке доменных печей. По итогам четвертого квартала сокращение производства металлургов составило от 25% до 63%. Рекордсменом стала Evraz, в декабре предприятия группы были загружены только на 35%. К этому времени падение заказов достигло 40-50%, примерно на столько же подешевела сталь на мировых рынках. Тем не менее, несмотря на провальный четвертый квартал, год металлурги закончили с прибылью. Но депрессия в отрасли была недолгой. Уже к концу первого полугодия 2009 года загрузка производственных мощностей практически вернулась на уровень докризисного периода 2008 года. Отчасти это объяснялось ростом спроса на экспортных рынках, а также тем, что в кризис металлурги избавились от неэффективных мартеновских печей, из-за чего совокупный объем мощностей в целом по отрасли стал ниже.

Но по финансовым показателям российские металлурги все еще были далеки от докризисных уровней. В 2009 большинство компаний закончили с убытками. Например, у НЛМК убыток был 242,9 млн. долл. против прибыли 1,5 млрд. годом ранее, у Северстали — убыток на уровне 944 млн. против 2 млрд. прибыли, примерно так же обстояли дела у Evraz. Получше дела шли у ММК: за полугодие компания заработала всего лишь 56 млн. долл. убытка против 816 млн. чистой прибыли в 2008 году. Приблизиться к докризисной загрузке, но при этом оставаться в убытке металлурги смогли за счет увеличения экспортных поставок продукции низкого передела — низкорентабельных слябов и полузаготовки.

В результате 2009 год в целом убыточным был только для Северстали и Evraz — 1 млрд. долл. и 1,26 млрд. долл. соответственно. Первую подвели европейские и североамериканские активы, где спрос восстанавливался медленнее, чем в России, вторую — переоценка активов. Остальные показали небольшую, но прибыль. Совокупный объем производства стали в России, по данным World Steel Association (WSA), за год сократился на 12,4%, до 60 млн. тонн, в мире — на 8,8%, до 1,2 млрд. тонн. Мы считаем, что кризис сделал российских металлургов более гибкими и дисциплинированными.

Параллельно в 2009-2010 годах произошло событие, которое навсегда изменило мировую металлургию. Годовые контракты на поставку сырья — железной руды и угля, — по которым сталелитейные компании работали последние 60 лет, стали квартальными. Вслед за этим цены на продукцию металлургов стали более волатильными. Короче стала и цикличность пополнения складских запасов у трейдеров, что укрепило скачкообразность ценообразования на рынке стали. Ситуация быстро привела к серии затяжных конфликтов металлургов с их основными потребителями — автопроизводителями, вагоностроителями, РЖД и трубными компаниями.

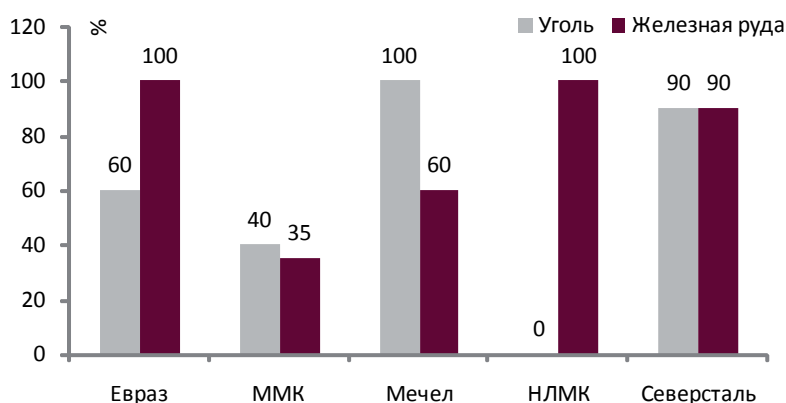
Вероятно мировой рынок стали не стабилизируется еще как минимум год-два. В кризис сырьевые компании почти не вкладывались в расширение собственных мощностей. В результате уже в прошлом году на рынке начал формироваться дефицит предложения по руде и углю. Поэтому по мере роста спроса на сырье росла его цена. У металлургов обратная ситуация. На рост спроса они отвечают запуском замороженных в кризис мощностей, тем самым увеличивая объем предложения. На фоне усиления конкуренции цена на сталь растет медленнее, чем на сырье для ее производства.

В целом черная металлургия стала менее выгодной, если в сталелитейном секторе маржа сейчас в среднем 15-20%, то в горнодобывающем — 50-60%. Баланс может быть восстановлен не раньше 2013-2014 года, когда начнут запускаться новые сырьевые проекты, в России новые мощности появятся не раньше 2014-2016 годов.

Ожидания и перспективы

После кризиса буквально все российские металлурги задумались об усилении вертикальной интеграции. Особенно остро этот вопрос встал после аварии на крупнейшей в стране шахте Распадская (контролируется Evraz и собственным менеджментом), дававшей 6-7 млн тонн в год углей дефицитных марок. Никому не интересная из-за отсутствия инфраструктуры Тува после кризиса стала лидером продаж угольных месторождений. Только Evraz взяла два, одно досталось Северстали. ММК приобрел контроль над угольным Белоном, НЛМК отбил у Северстали лицензию на Усинское месторождение уникального для России угля марки КЖ в Коми. По нашему мнению наиболее сбалансированными и обеспеченными сырьем являются Евраз и Мечел

Уровень вертикальной интеграции (по основному сырью)
Источник: данные компаний, расчет Jazz Capital

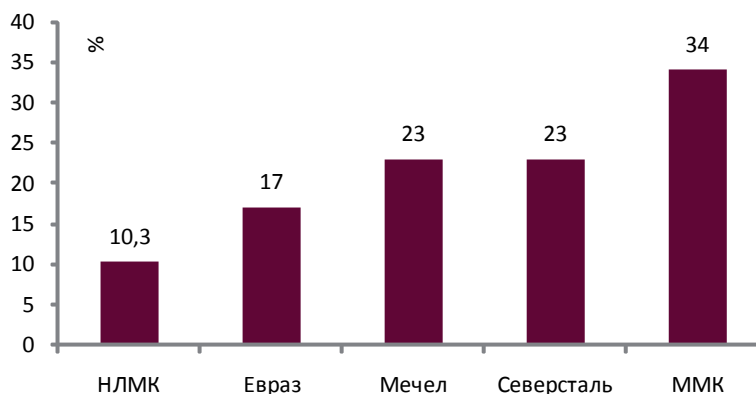


В 2011 году стало известно, что новыми угольными активами интересуется Мечел, разрабатывающий крупнейшее в России Эльгинское месторождение с запасами 2,2 млрд. тонн. Согласно российским СМИ говорилось, что компания ведет переговоры о покупке Распадской, которая в итоге была выставлена на продажу. Лидером по покупкам в прошлом году была Северсталь. Компания активно вкладывалась в железорудные гринфилд-проекты в Либерии, Конго и Габоне, никелевые на Филиппинах, золотодобывающие в Гвинее и даже урановые в Испании.

Впрочем, ждать ввода новых сырьевых проектов металлургии не стали. В борьбе за рентабельность они начали заниматься повышением добавленной стоимости своей продукции, продолжая избавляться от убыточных активов. Так Северсталь объявила о продаже трех из пяти своих североамериканских предприятий — Severstal Warren, Severstal Sparrows Point и Severstal Wheeling вдвое дешевле цены приобретения. Также компания поступила и с итальянской Lucchini. В то же время Северсталь усилила экспансию на развивающиеся рынки.

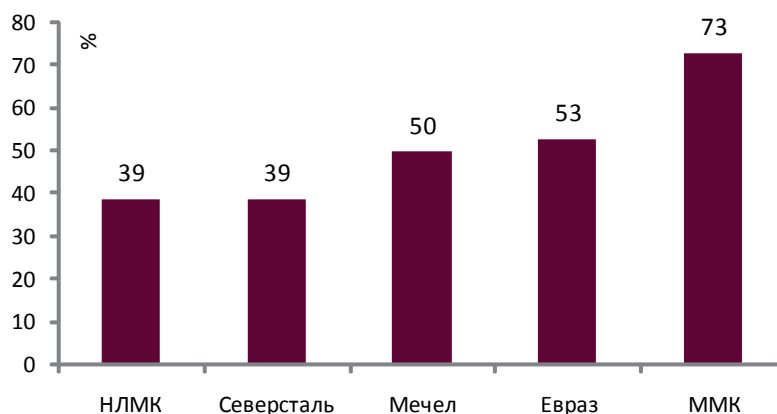
Сначала компания объявила о намерении построить сталелитейный завод в Индии совместно с местной NMDC за 5 млрд. долл., затем — завод горячебрикетированного железа в ЮАР совместно с южноафриканской IMBS. Углубляться в переделы начали и другие металлурги. Evraz, например, в декабре 2010 года объявила о строительстве двух прокатных станов в Ростовской области и Казахстане (Костанай, доля 65%, совместно с Caspian Group) за 289 млн. долл. НЛМК построит фабрику окомкования на Стойлинском ГОКе за 1,3 млрд. долл. для своей новой домны мощностью 3,5 млн. тонн, которая будет запущена летом.

Доля продукции с высокой добавочной стоимостью в выручке
Источник: данные компаний, расчет Jazz Capital



Борьба за рентабельность идет и на уровне сбыта — приоритетом становится внутренний рынок. На экспорт металлурги поставляют в основном полузаготовку, в России всегда была востребована продукция с высокой добавленной стоимостью (холоднокатаный и сортовой прокат). К тому же на экспорте цены более волатильны, чем на домашнем рынке. По оценкам экспертов, в 2011 году объем потребления на внутреннем рынке может вырасти на 7 млн. тонн, догнав докризисный уровень в 38 млн. тонн.

Доля российского рынка в выручке
Источник: данные компаний, расчет Jazz Capital



Если до 2008 года российские потребители импортировали часть металлопродукции, то сейчас металлурги стараются полностью удовлетворить спрос, сокращая экспортные направления и наращивая мощности. Эта тенденция продолжится как минимум до 2014 года, когда на внутренний рынок будет поставляться до 60-65% от общего объема производства стали (сейчас приблизительно 50 на 50). А чтобы усилить конкурентное преимущество перед зарубежными конкурентами, российские металлурги начали укрепляться в металлосервисном сегменте. Крупнейшей сделкой в этом направлении стало приобретение Evraz таганрогской металлосервисной компании Инпром в конце 2010 года.

Данат Намазбаев - аналитик-макроэкономист
тел.: +7(727) 2900-111 (вн.130)
e-mail: danat.namazbayev@realinvest.kz

Disclaimer

Copyright 2011 JSC Brokerage House Jazz Capital. All rights reserved. This report has been commissioned by and prepared and issued by JSC Brokerage House Jazz Capital. All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however we do not guarantee the accuracy or completeness of this report. Opinions contained in this report represent those of the research department of JSC Brokerage House Jazz Capital at the time of publication. This is not a solicitation or inducement to buy, sell, subscribe, or underwrite securities or units. This document is provided for information purposes only and should not be construed as an offer or solicitation for investment. The value of securities mentioned in this report can fall as well as rise and are subject to large and sudden swings. In addition it may be difficult or not possible to buy, sell or obtain accurate information about the value of securities mentioned in this report. Past performance is not necessarily a guide to future performance. © 2010

© 2011 АО «Брокерский Дом Jazz Capital» (далее «Jazz Capital»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны Jazz Capital купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.